股票流通制度:从全流通到有序流通

邢 会 强

(中央财经大学 法学院, 北京 100081)

摘　要: 股票或证券流通的世界格局可以划分为以英国为代表的公开市场自由流通模式(简称全流通模式)和以美国代表的有限或有序流通模式。我国在股权分置改革完成后实施的是全流通模式,其弊端是大股东减持套现过多,股市“失血”严重,二级市场不振,投资者亏损惨重,长此以往,也将损害股市的融资功能。因此,我国的股票流通机制需要改革为有序流通模式,即我国应将证券区分为非限制证券和受限制证券,非限制证券可以在公开市场自由流通,但“受限制证券”的出售,只有三条路径:一是通过注册程序而在公开市场自由交易;二是符合注册豁免条件的,可以在公开市场转让;三是于私募股权转让市场在合格投资者之间转让。

关键词: 受限制证券;全流通;证券转售;股份减持;股权分置改革

中图分类号:D912. 28　　**文献标识码:**A　　**文章编号:**1000-5919(2024)04-0164-11

引　言

我国资本市场盛行如下认识:所有已发行股票在公开二级市场自由流通即全流通是资本市场的普遍规律、应有之义、进一步发展的必由之路。① 在这样的认识之下,我国于 2005 年 4 月针对此前市场上存在的流通股与非流通股分置的状况,开启了轰轰烈烈的股权分置改革。截至 2007 年底,沪深两个证券交易所共 1298 家上市公司完成股改或进入股权分置改革程序,占应改革公司的 98%,股权分置改革基本完成。② 此后,无论是新发行股票的公司,还是此前已发行股票的上市公司,除有各种锁定期限制外,均可在公开二级市场自由出售与流通,由此形成了我国的股票全流通格局。但随着上市公司家数和发行股份数量的不断增长,股票与资金之间的供需平衡关系被不断打破,限售股份在解禁后的抛售压力逐渐增大,使股指严重承压,上证综指长期徘徊在 3000 点左右,不能反映我国经济最近 20 年来的持续增长。同时,我国资本市场还存在如下现象:上市公司的大股东及上市公司高管所持的上市公司股票一旦锁定期满,很多人就开始套现,成为真正的亿万富翁。某些大股东甚至会“清仓式减持”一旦套现太多,股市下跌太深,政府就不得不对减持套现进行限制。一限制就会遭到反对,认为限制侵犯了股东的私权。

笔者通过东方财富 Choice 终端进行数据统计后发现,自 2006 年 1 月到 2024 年 5 月,A 股增持总金额为 1. 8 万亿元,但减持总金额为 4. 2 万亿元,这大致可以认为二级市场“失血”约 2. 4 万亿元。这部分地解释了为什么中国股市为何跌多涨少,长期不振。为了限制大股东及上市公司高管大肆套现离场,监管部门出台了一系列减持规定。最初是通过解释 2005 年修订后的《公司法》第 142 条第 1 款,延长董监

收稿日期:2023-10-25

作者简介:邢会强,中央财经大学法学院教授。

① 虽然未必有人明确进行这样的表述,但通过他们对全流通目标的向往与描述,以及我国股权分置改革后的制度实践,可以得出这一结论。参见李永森:《中国资本市场全流通之路》,《中关村》2004 年 4 月号,第 46 页;徐胜治:《全流通已经没有第三条道路》,《新财经》2005 年第 1 期,第 22 页;李心愉、俞鸿琳:《全流通的核心问题是什么》,《经济导刊》2004 年第 5 期,第 60 页。此外,笔者将有锁定期的股票仍拟制为“自由流通”股票,因为几乎所有的国家和地区都有锁定期;锁定期满,即可在公开二级市场自由流通。

② 中国证券监督管理委员会编著:《中国资本市场三十年》,北京:中国金融出版社 2021 年版,第 12 页。

高套现时间。后来则是通过证券交易所的规定,不允许存在破发、破净情形,或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30% 的上市公司的控股股东、实际控制人通过二级市场减持套现。① 2024 年全国“两会”期间,有全国人大代表提出了限制减持的新提议。② 2024 年 5 月,证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》,严格规范大股东减持,防范绕道减持,细化违规责任条款。

笔者将所有已发行股票在公开二级市场自由流通即全流通是资本市场的普遍规律、应有之义、进一步发展的必由之路的观点称为“全流通迷思”。笔者认为,这一迷思需要破除,这一观点需要矫正。已发行股票是否可以在公开二级市场自由流通并不存在国际惯例。虽然大多数国家和地区的资本市场都允许股票在公开二级市场自由流通(但有锁定期限制),但资本市场最发达的美国以及受美国影响较大的加拿大等国却没有如此。股票或证券流通的世界格局可以划分为以英国为代表的公开二级市场自由流通模式(简称全流通模式)和以美国代表的多有限或有序流通模式。我国在股权分置改革完成后实施的是全流通模式,鉴于其弊端逐渐显现,笔者主张将其改革为有序流通模式。

本文的结构安排如下:首先介绍以英国为代表的全流通模式,因为从全球资本市场发展史来看,最早出现的就是这种模式。其次介绍以美国代表的有限或有序流通模式,这一模式是在英国模式基础上的进一步改进。再次,论述“全流通迷思”的破除,最后提出和论述在我国引入“受限制证券”的概念,建立我国的证券有序流通制度的对策建议。

一、以英国为代表的全流通模式

虽然资本市场起源于荷兰,阿姆斯特丹证券交易所是世界上最早的正规证券交易所,但资本市场的真正崛起却在英国,伦敦证券交易所对其他国家和地区的证券交易所影响更为深远。

英国规制证券市场起源于 1720 年的《泡沫法案》。该法案针对南海泡沫事件,规定在未经法律授权的情况下,通过设立股份公司募集股份,是非法和无效的。③ 1825 年,《泡沫法案》被废除,英国资本市场的发展进入到一个崭新的发展时期。最早承担起规制资本市场职责的法律是 1841 年《公司法》。该法将公司区分为公众公司(public company)与私人公司(private company),前者可以向社会公众发行股票募集资本,但需要提交和公开招股说明书。④ 招股说明书需要提交给两个机构:英国贸易部公司登记处和伦敦证券交易所。英国贸易部公司登记处仅对招股说明书的必备要素进行核对式形式审查,只要要素齐备即允许公开招股,但伦敦证券交易所的审查则详细得多。除了专业工作人员的审查外,伦敦证券交易所还会聘请外部会计师、外部律师甚至房地产估价师等专家对招股说明书进行审查。但伦敦证券交易所很少仅因发行质量而拒绝公司公开发行。⑤

由于英国当时没有柜台市场,伦敦证券交易所在新证券发行市场具有近乎垄断的地位。伦敦证券

---

① 详见上海证券交易所、深圳证券交易所 2023 年 9 月 26 日分别发布的《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》。

② 例如,全国人大代表田轩建议,将上市后累计净利润和分红金额作为大股东减持的一个约束指标,并分板块设置多层次减持约束制度。参见胡春艳:《金融学家向新任证监会主席提建议》,《中国青年报》2024 年 3 月 8 日第 05 版。

③ See Larry E. Ribstein, *Bubble Laws*, Houston Law Review, Vol. 44(1), 2003, pp. 95-96.

④ 公众公司与私人公司最主要的区别在于,私人公司的股份不能向社会公众发行,也不能上市交易,而公众公司的股份可以向社会公众发行。参见葛伟军:《英国公司法改革及其对我国的启示》,《财经法学》2022 年第 2 期,第 38 页。

⑤ Robert L. Knauss, *Securities Regulation in the United Kingdom: A Comparison with United States Practice*, Vanderbilt Journal of Transnational Law, Vol. 5(1), 1971, p. 82.

交易所实质上担当起了资本市场规制的主导角色,尽管这种规制本质上属于自律管理。这种垄断地位、主导角色一方面来源于资本市场的实践而非法律授权。当时几乎所有的新发行证券都需要到伦敦证券交易所上市。在公开发行期间,伦敦证券交易所的交易设施为发行人所使用,一旦证券发行完成即开始证券交易。发行与上市是合一的。另一方面是因为伦敦证券交易所的会员只被允许交易上市证券。由于只有获得伦敦证券交易所的许可才能组织起大规模的公开发行,伦敦证券交易所也就通过控制上市许可权,限制发行人进入资本市场。①

英国公司法规定私人公司的股东人数不得超过 50 人(但员工等作为股东的,不计算在内)。英国公司法对私人公司的股权转让进行了严格限制,不允许私人公司的股份对社会公众转让,否则就转变成了公众公司,则需要提供招股书并进行注册。

英国几乎所有的公众公司发行的证券都在证券交易所上市;获得交易所上市地位也被视为自动向公众发行证券。② 公开发行的股票上市交易,需要就同类别的股票全部申请上市,不能一部分上市流通,一部分不上市流通,但发行人有权不批准特定股票的转让。③ 除了锁定期外(通常是发行上市后六个月),所有上市证券都可在证券交易所上市流通。这样,英国就形成了全流通制度。

英国的这一制度深刻地影响到了中国香港、新加坡等地的证券市场。这两个地方也都实行"双重存档"(dual filing)制度。发行人公开发行证券,需要同时向证券交易所和监管机构提交招股说明书,证券交易所承担起主要审查工作。一旦公司上市,则其所有股票也都是上市股票。上市股票都是全流通的,除非发行人自行决议部分股票不流通,或发行人所在的母国的法律不允许部分股票流通。除了锁定期限制之外,一般没有其他股票转让的限制。但在新加坡,如果交易所发现上市公司有信息未公开,则有权要求上市公司暂停交易直至信息公开;如果交易所发现交易者有严重违法行为的,也有权要求暂停其证券交易以提示其他投资者可能存在的违法行为。

后来,私募股权融资也在英国发展起来了,但公开二级市场自由流通的制度体系却未得到根本的改变。因此,在英国,上市公司私募发行的上市证券(listed securities)的可转让性不受法定限制。然而,就私人公司的非上市股票而言,新股东通常会签订"锁定"协议,在协议中,他们承诺在获得私募发行的股票后的特定期限(通常是 6 个月)内不处置其股票,以避免公司法关于禁止私人公司公开发行股票的规定。④ 目前,根据英国 2006 年《公司法》第 755 条,如果私募投资者在获得私募发行的股票后 6 个月内向公众销售证券的,则推定发行人当初(私募)发行证券的协议是为了向公众发行证券。一旦如此,发行人及其责任从将面临严厉的刑事责任。

日本、韩国的证券流通制度体系也是如此。我国在 2007 年底股权分置改革完成之后,也进入了全流通时代。的确,世界上大多数国家和地区的资本市场都属于这一模式。

二、以美国代表的有限流通模式

英国公司法是美国联邦证券法的重要参考,但美国《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》却青胜于蓝,不但全面确立了信息披露的理念和制度,还设立了专门的证券监管机关——SEC 进行更为积极的证券监管。美国作为联邦制而非单一制国家,幅员也比英国辽阔,证券交易所林立,竞争激烈,虽然个别证券交易所的市场地位较高,但也很难像伦敦证券交易所那样具有近乎垄断的市场地位。因此,美国《1933 年证券法》之后的证券公开发行,不再是"双重存档",而是仅向 SEC 注册,SEC 的审核也更为实

① Robert L. Knauss, *Securities Regulation in the United Kingdom: A Comparison with United States Practice*, p. 68.

② Robert L. Knauss, *Securities Regulation in the United Kingdom: A Comparison with United States Practice*, p. 56.

③ 参见屠光绍主编:《上市制度:比较与借鉴》,上海:上海人民出版社 2000 年版,第 140—141 页。

④ https://www.lexology.com/library/detail.aspx? g=350dcc1f-c560-4c27-98f6-81a351a575c8, 2024 年 2 月 11 日。

质、详细。注册登记机关不再像英国那样是和公司登记机关重合。在美国,注册登记的是拟公开发行的证券,它既可以是新股,也可以是老股。在美国进行公开发行,也不再通过一家证券交易所进行,甚至可以不经过证券交易所而进行公开发行。公开发行之后,可以在证券交易所上市,也可以在柜台市场买卖甚至不上市交易。从而出现了公开发行与上市的分离。公开发行的审查权在 SEC,上市的审查权在证券交易所。

由于美国早在 20 世纪二三十年代就存在柜台市场、场外市场,以及美国私募股权融资的发展,①因此,美国充分借鉴了英国公司法上的公开招股说明书豁免制度,②完善了私募发行豁免制度,即构成私募发行的,不属于公开发行,不需要向 SEC 注册,不需要公开招股说明书。但何为“公开发行”“私募发行”,则留下了巨大的法律解释空间。

美国证券法与英国法的另一项重大差异是,美国《1933 年证券法》对于“承销商”的定义十分宽泛。③ 而在英国,“承销商”的定义非常明确、狭窄,通常是指“发行商”(issuing house),一般由商业银行担任(彼时还没有分业经营,还没有出现专门从事证券业务的投资银行或证券公司)。因此,在英国,发行人的股东将其已认购的股份进行二次分销也不会出现像美国后来那样的发行证券的转售(resale)问题。④ 但在美国,不但投资银行可以构成“承销商”,买入较多(10%以上)证券并进行转售的投资者也可能构成“承销商”。⑤ 因此,发行人的股东将其已认购的股份进行二次分销就可能构成公开发行,即不再符合私募发行豁免的条件,就应向 SEC 进行证券注册。

在美国证券法的理念中,只要涉及公开发行和公开交易,就存在投资者保护问题,就需要向 SEC 进行注册并公开注册文件。而向 SEC 注册,SEC 就会对注册文件进行审查,无异议后宣布其生效。该审查可能需要几周甚至更长时间。⑥ 当然还会产生注册费用,包括聘请中介机构所产生的费用以及向 SEC 缴纳的注册费用。注册完成之后,就需要将注册的证券进行分销,这还可能产生承销费用。

因此,在美国私募发行的证券的转售受到了严格的限制。这就产生了美国证券法上独特的“受限制证券”(Restricted Securities)的概念。“受限制证券”主要是私募发行证券。⑦ 此外,还有“控制证券”(Control Securities)的概念,它是指那些发行人的关联人(affiliates)所持有的证券。关联人是指公司高

---

① 在《1933 年证券法》通过之前,美国的私募发行占证券总发行量的大约 3%。1939 年这一比例提高到了 23%。参见王志军主编:《欧美金融发展史》,天津:南开大学出版社 2013 年版,第 297 页。

② 英国《1841 年公司法》规定的招股说明书豁免主要有两项:一是已发行的证券,如已经在规定的证券交易所上市交易,则免于提交、公开招股说明书;二是公众公司向现有股东发行新股,也可以免于提交、公开招股说明书。

③ “承销商”一词是指任何为证券的分配从发行人手中购入证券,或就证券的分配为发行人提供或出售证券,直接或间接参与任何这类事情,或参与或参加任何这种事情的直接或间接认购的人。但这一词不应包括其利益仅限于从包销商或交易商那里收取不超过经销商或出售商通常或惯常收取的手续费的人。参见中国证券监督管理委员会组织编译:《美国〈1933 年证券法〉及相关证券交易委员会规则与规章》,北京:法律出版社 2015 年版,第 7—9 页。

④ Robert L. Knauss, *Securities Regulation in the United Kingdom: A Comparison with United States Practice*, p. 62.

⑤ 郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京:北京大学出版社 2004 年版,第 143 页。

⑥ Lee R. Petillon, Mark T. Hiraide, *Capital Gains*, Los Angeles Lawyer, August 31, 2008, p. 39.

⑦ 对于“受限制证券”的范围,SEC 制定的 144 规则给出了列举式的概括,除了私募发行证券外,还包括员工股票受益计划(employee stock benefit plans),满足 D 条例下发行的证券,114A 规则下向机构投资者非公开发行的证券,CE 条例[CE 条例即“联合豁免(Coordinated Exemptions)条例”,全称为“对在某些州法豁免的证券发行的联合豁免”,即不但在州法下豁免注册,也在联邦证券法下豁免注册。目前,只有满足《加利福尼亚州公司法典》相关条款时才在州法下豁免注册]下某些州法豁免注册的证券,S 条例(主要规定针对美国境外投资者离岸发行豁免)下境外发售的证券等。

级管理人员、董事以及持股 10%的大股东等与发行人存在控制关系的人。① SEC 将关联方视为发行人的另一个自我(ego),不愿意允许关联人享有与普通股东相同的权利。因此,关联人在所有可能的出售证券的股东中处于最不利的地位,对关联人转售的限制较多。② 受限制证券与控制证券会有重合。当受限制证券为发行人的高级管理人员所持有时,则既属于受限制证券,又属于控制证券。对高级管理人员授予受限制证券的目的是鼓励管理层留在公司,防止持有人过早出售股票对公司造成损害。

受限制证券与控制证券嵌入美国已发行证券的流通制度体系,使得该制度非常复杂。通过梳理,大致可以概括为图 1 所示的多层次的有限或有序流通制度体系。

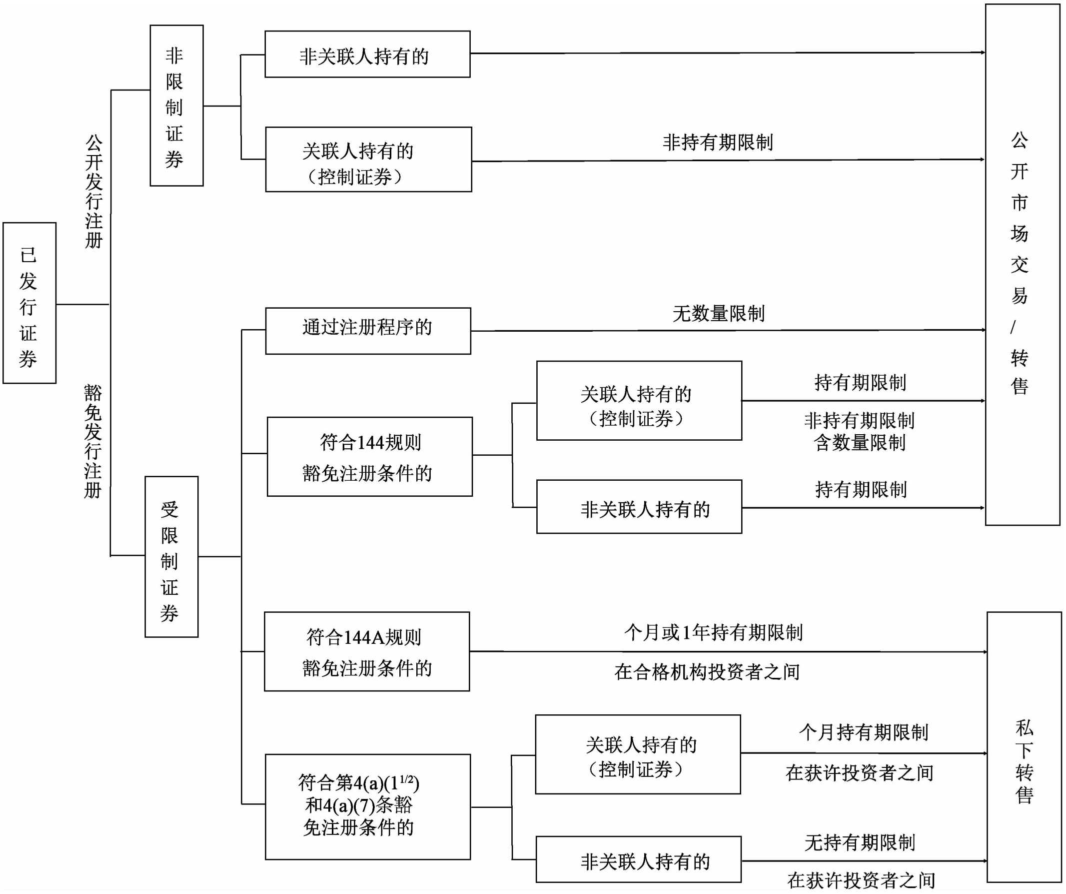

图 1　美国证券流通制度体系

非限制证券除了对关联人有持有期限制外,均可在公开市场(即证券交易所市场)自由交易和流通。但“受限制证券”的流通和转让却受到极大限制。概言之,“受限制证券”主要有三条流通路径。

第一条是通过注册公开出售“受限制证券”。首次公开发行前股东持有的股票属于“受限制证券”。通过此条路径,股东必须通过发行人进行注册而不能自己注册。如果是控股股东,通过对董事会的控制,能够轻松启动注册程序。而非控股股东,一般则需要公司赋予“注册权”。这里的“注册权”,是指当

① “控制”意味着无论以投票权、协议安排或是其他方式对公司具有的直接和间接的主导或影响管理或决策的能力。参见武玉胜:《注册制改革下我国股票转售限制法律问题研究》,《金融服务法评论》2016 年第 8 卷,第 161 页。

② See Robert B. Titus, *Secondary Trading-Stepchild of the Securities Laws*, Connecticut Law Review, Vol. 20, 1998, pp. 607-609.

某一股东通过注册程序公开售股时,该股东能够要求公司向 SEC 提出注册申请、提交注册文件,协助该股东公开出售股票的权利。私募投资者通常都会在投资协议中详细约定该“注册权”。

第二条路径是通过豁免注册而公开转售“受限制证券”。1972 年,SEC 出台了 144 规则,使得证券持有者在符合特定条件的情况下能够豁免注册而公开转售。根据现行规则,当向公众销售受限制证券或控制证券时,应符合如下条件方可豁免向 SEC 注册:(1)持有期限制,通常是 6 个月或 1 年。(2)非持有期限制,包括公开信息、数量限制、出售方式、通知义务等。公开信息即公司需要公开披露诸如公司的业务性质、董事高管人员身份信息以及财务报表等信息。数量限制则区分关联人持有的证券与非关联人持有的证券而有所不同。对于非关联人持有的证券,在持有期间超过 1 年之后,其转售不受数量限制;而对于关联人持有的证券,每 3 个月计算一次,其转售要受到如下数量限制:如果该证券在证券交易所或全国证券交易商自助报价系统挂牌,则为过去 4 周内的平均周交易量或同类已发行数量的 1%中的较高者。如果是在场外市场交易(包括场外电子交易板和粉单市场)挂牌或未在任何场所挂牌,则只能转售不超过同类已发行证券的 1%。关于出售方式,主要是要求出售者和经纪商不得使用公开劝诱(solicit)的方式销售证券。关于通知义务,则要求对于关联人持有的证券,如果证券的出售总价款合计超过 5 万美元或证券数量超过 5000 股(份)时,则必须提交 144 表格。如果低于此阈值,则无须提交。

即便是满足了 144 规则的豁免注册条件,仍不可公开地销售受限制证券,除非将受限制证券证书上的受限制标识去除(或发行人换发无标识的证券证书)。① 总之,144 规则建立了客观标准,试图确保遵守规则所有条件的人将“以有限的数量和方式出售证券,以免扰乱交易市场”。② 尽管如此,144 规则还是遭受了不少批评意见。批评者认为,144 规则限制交易,不利于风险投资商的退出,降低了发行价格,不利于中小企业私募融资。③

第三条路径是受限制证券以私下方式转售。持有人之间可以私下转售的方式转让受限制证券。转让后的该证券在性质上依旧是“受限制证券”,仍然不能公开转售。1990 年 SEC 颁布 144A 规则,再为发行人以外的其他人将其所持有的受限制证券向“合格的机构投资者”(Qualified Institutional Investor)进行转售提供注册豁免。144A 规则“允许从未根据《1933 年证券法》注册的证券无限量转售,只要所有此类销售都是向特定类别的大型机构投资者进行的”。④ 合格的机构投资者被假定为具有自我保护能力的成熟投资者,其门槛要比获许投资者(accredited investors)高,⑤但不能是发行人的关联方。144A 规则对证券持有期的限制,目前与 144 规则相同。⑥

与此同时,SEC 试图通过美国证券交易商协会股份有限公司(“NASD”)构建一个受限制证券转售市场——“NASD 私募发行、转售自动清算交易系统”(简称 PORTAL 系统),SEC 还颁布了 PORTAL 规

---

① 去除该受限制标识的程序繁琐,通常需要在专业的证券律师的帮助下才能完成。只有转换代理人(transfer agent)才能去除该标识。但在转换代理人去除受限制标识之前,证券持有人需要先获得发行人的同意——通常是发行人法律顾问以意见函(opinion letter)的形式予以同意。

② *See also* Notice of Adoption of Rule 144, Securities Act Release No. 5223, [1971-1972 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) p. 78, 487 (Jan. 11, 1972).

③ Mira Ganor, *Improving the Legal Environment for Start-Up Financing by Rationalizing Rule* 144, William Mitchell Law Review, Vol. 33(4), 2007, p. 1463. J. William Hicks, *The Concept of Transaction as A Restraint on Resale Limitations*, Ohio State Law Journal, Vol. 49(1), 1988, p. 420.

④ In re Livent, Inc. Noteholders Securities Litigation, 151 F. Supp. 2d 371, 431, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 91495 (S. D. N. Y. 2001).

⑤ 获许投资者的基本门槛条件是自然人人均年收入超过 20 万美元,或与其配偶一起合计收入超过 30 万美元,或与其配偶一起,资产净值超过 100 万美元。而合格机构投资者的基本门槛条件是最近一个财年拥有或投资了 1 亿美元的证券(如果是经纪交易商,则财务门槛为 1000 万美元)。

⑥ https://www.investopedia.com/terms/r/rule144a.asp,2024 年 2 月 12 日。

则,为“受限制证券”在“合格的机构买方”之间的买卖提供一套自动交易、清算和交割的系统。① 1996 年,SEC 的工作人员还批准了某些类型的电子交易平台,如 IPONET。2004 年,SecondMarket 成立,这是一家私人公司,也是一个私募证券市场。2007 年,高盛也创立了一个“高盛未注册股权交易平台”(the Goldman Sachs Tradable Unregistered Equity platform,简称 GSTrUE)。② 但很快遭遇了全球金融危机,投资者对任何缺乏流动性的金融产品都感到恐惧。PORTAL 系统和 GSTrUE 平台等平台被迫关闭。③ 2009 年,总部位于旧金山的 SharesPost 成立,这是一家私募证券网上交易平台。为了避免私募证券向公众销售的证券违法风险,SharesPost 在投资者进行用户注册时要求其必须是美国法上的获许投资者。该网站还对投资者进行审查,以确保转售符合豁免条件。2013 年,SharesPost 与 NASDAQ OMX 集团公司(简称纳斯达克公司)合资创建“纳斯达克私募市场”(NASDAQ Private Market)。2014 年,“纳斯达克私募市场”正式启动。2015 年,纳斯达克公司将 SecondMarket 予以收购后并入了“纳斯达克私募市场”。同年,SharesPost 将其持有的“纳斯达克私募市场”权益全部出售给了纳斯达克公司,纳斯达克公司成了“纳斯达克私募市场”唯一所有者。

2015 年,SEC 制定了《1933 年证券法》第 4(a)(7) 条豁免,并编入《1933 年证券法》第 4(1½)条豁免之中。④ 该豁免允许受限制证券在获许投资者之间私下转售。此外,关于受限制证券是否有最低持有期的问题,仍然是区分关联人与非关联人。对于关联人,虽然没有明文规定,一般仍认为应最少持有 6 个月才能私下转售。而对于非关联人,则没有最低持有期的约束。⑤

基于上述规则变化,“纳斯达克私募市场”将 500 万美元的“合格机构投资者”财务条件降到了 100 万美元的“获许投资者”财务条件,但它并不打算为零售投资者提供服务。⑥ 参与“纳斯达克私募市场”平台交易的投资者必须是获许投资者,“经纪-交易商”和投资顾问还必须经过纳斯达克的认证。“纳斯达克私募市场”不是通常所说的“纳斯达克市场”(NASDAQ)的一部分,“纳斯达克私募市场”与“纳斯达克市场”曾同为纳斯达克公司的子公司。⑦ 2021 年,花旗、高盛、摩根士丹利和硅谷银行对纳斯达克私募市场进行了战略投资,使纳斯达克私募市场从纳斯达克公司剥离出来,成为一家独立公司。目前,纳斯达克私募市场是美国最大的私募证券转让市场。而关于纳斯达克私募市场的定位,目前尚处于法律模糊地带,它不属于 OTC 市场,不是公开市场,但也未像 SharesPost 那样注册为经纪-交易商。

受限制证券的私下转售,其实是为公司 IPO 前的股东提供了解决股权流动性的途径,这些股东主要是风险投资商,以及持股员工。由于脸书等未上市初创公司的成功,刺激了受限制证券私下转售市场的发展。2011 年时,美国的受限制证券私下转售市场的规模就已经超过了 10 亿美元。⑧ 2023 年,纳斯达克私募市场自开市以来的交易量累计突破了 450 亿美元。⑨

虽有以上三条途径,但从实践情况来看,发行人除了在 IPO 时会同时发行存量股份(简称老股)进行套现外,后续很少再将老股进行注册从而在二级市场公开流通,而主要是通过豁免注册逐渐在二级公

---

① 详见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,第 167 页。

② Peter Lattman, *Private Goldman Exchange Officially Closes for Business*, New York Times, April 12, 2012.

③ See Chris Brumme, *Disruptive Technology and Securities Regulation*, *Fordham Law Review*, Vol. 84(3), 2015, p. 1014.

④ 《1933 年证券法》第 4(1½)条豁免在郭雳的《美国证券私募发行法律问题研究》一书中已有详细介绍。详见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,第 156—161 页。

⑤ Alan J. Berkeley and Alissa A. Parisi, *Frequently Asked Questions about the Resale of Restricted Securities*, *The American Law Institute Continuing Legal Education ALI-CLE Course Materials*, March 17-19, 2022.

⑥ Jeff Benjamin, *Nasdaq courts advisers with new private-equity trading platform*, *InvestmentNews*, March 8, 2017.

⑦ 参见邢会强:《新三板市场的合格投资者制度及相关制度改革》,《环球法律评论》2018 年第 6 期,第 70—71 页。

⑧ Richard Teitelbaum, *Facebook Drives SecondMarket Broking $1 Billion Private Shares*, Bloomberg, April 27, 2011.

⑨ https://www.nasdaqprivatemarket.com/about-us/about-nasdaq-private-market/,2024 年 2 月 11 日。

开市场转售,或私下转售。但无论是大股东,还是私募投资者,在发行人 IPO 的同时出售存量股份还会受制于市场的约束。在一些发行人的 IPO 中,承销商和投资者对高杠杆率的发行人高度关注和敏感,未必会对老股东的高额套现全盘接受。因此,尽管一些私募股权基金能够通过 IPO 的同时出售老股实现退出,但有公司却未必能够做到这一点。例如,2010 年 3 月,Sensata 科技公司完成了 IPO,募集资金 4.4 亿美元,但其中高达 3.5 亿美元用于偿还欠债券持有人的债务。因此,贝恩资本在本次 IPO 时只能出售其股权投资的一小部分,而不得不依靠“绿鞋”再出售其在该公司 20%的股权。同样,2010 年 2 月,Generac 控股公司完成了 2.5 亿美元的 IPO,但私募投资者 CCMP 资本却无法公开出售任何股份。美国存量股份的减持,除了在 IPO 时会同时将老股进行注册从而在二级市场公开流通外,主要通过豁免注册逐渐在二级公开市场转售或私下转售。其原因除了注册成本较豁免注册要高很多之外,还因为:其一,老股东套现的信息会在注册时提前公开,这会向市场传递消极的信号,对公司股价造成负面压力。其二,通过豁免注册逐渐在二级公开市场转售或私下转售更为隐蔽,对公司股价的压力较小。

加拿大深受美国的影响,也有“受限制证券”的概念。加拿大证券管理委员会制定的国家第 45-102 号法律文书(instrument)针对“证券转售”作出了专门规定,它已被加拿大所有省份和地区所采用。国家第 45-106 号法律文书——《招股说明书和注册豁免》则为非报告发行人的限制性证券的转让提供了免于提交招股说明书和免于注册的豁免。这些豁免规定,如果转售的对象属于获许投资者,近亲属、朋友和商业伙伴,现任或前任雇员、高管、董事或顾问等,或最低交易额在 15 万加元以上的,就可以不提交招股说明书,无须注册而进行转售。

三、“全流通迷思”的破除

在股权分置时代,由于复杂的历史原因,我国形成了非流通股东与流通股东二元对立的“不同股不同价不同权”的股权分置制度格局,①且三分之二以上的股份都属于非流通股份,流通股份不及三分之一,易于操纵,股价波动较大,②证券市场定价机制扭曲,公司治理缺乏共同的利益基础,③形成了“流通股股东只负责埋单,非流通股股东只负责圈钱”的恶性循环。④ 为解决这一问题,我国以壮士断腕的决心,启动了股权分置改革,非流通股东通过向流通股东送股或支付现金等方式获得了流通权,形成了目前的全流通格局。通过股权分置改革还原了股市“同股同权”的本来面目,为股市的健康发展奠定了一定的制度基础。⑤ 中国的风险投资事业,也因为有了股票全流通的制度安排,开始突飞猛进的发展。⑥

由于股权分置改革以后实现了“全流通”,进一步增加了二级市场的压力,又给资本市场带来了一个新问题:大小非流通问题。所谓“大非”即股改前限售流通股占 5%以上的大股东所持有的非流通股,所谓“小非”即股改前限售流通股占 5%以下的小股东所持有的非流通股。“大非”的限售期为 2 年,“小非”的限售期为 1 年。“大小非”解禁后的减持套现,会给二级市场带来压力。在实现了发行人按“全流通”模式发行上市以后,这个问题又转化为限售股流通问题,即首次公开发行(IPO)的限售流通股解禁后的套现压力问题。其实,早在 2005 年,就有学者分析认为:“非流通股获得流通权后,即使存在持股限期,也仍将对市场产生巨大的无形压力。同时,还将有新公司发行上市,无疑,这将对中国证券市场的长期行情演进产生巨大制约。此外,由于上市公司普遍经营业绩差,如何支持市场长牛行情? 这些问题值

---

① 参见贾韶军:《我国股权分置改革的回顾与展望》,《改革与开放》2006 年第 1 期,第 28 页。

② 李冠青:《证券市场的里程碑——股权分置改革》,《山东社会科学》2009 年第 12 期,第 70 页。

③ 参见本刊记者:《细解股权分置改革脉络》,《瞭望新闻周刊》2005 年第 20 期。

④ 胡焱、郑江绥:《股权分置改革背后的制度逻辑》,《经济师》2006 年第 1 期,第 80 页。

⑤ 郄斐然:《股权分置改革与中国资本市场发展》,《河北金融》2007 年第 12 期,第 52 页。

⑥ 参见桂浩明:《三十年:资本市场“三大步”》,第 54 页。

得投资者认真思考。”①总而言之,股权分置改革并未很好地解决全流通之后股票与资金的供需失衡问题,这一问题一直拖延至今。尽管如此,正如有学者所言:“客观而言,这方面的矛盾与问题(即限售股在解禁后的抛售压力问题)虽然还没有得到全面解决,但相比于股权分置所带来的弊端,这些问题的影响显然就不算很大了。”②

此外,还有一种对全流通过于乐观的观点:“在全流通的情况下,大小股东会同心同德共担股价风险,这时做假一旦暴露,大股东不仅在股价上将蒙受巨大损失,而且其控股地位也可能会因别人的低价收购而丧失。”③但这一假设被残酷的现实击得粉碎:大股东造假并未得到根本遏制,因为有的大股东造假推高股价,在东窗事发之前就完成了巨额套现,甚至将资金转移到境外,自己也逍遥境外,留下一个烂摊子丢在国内了。

总之,股权分置改革对中国资本市场意义重大,从制度上解决了资本市场的缺陷,有利于资本市场的长期稳定发展。④ 但股权分置改革之后,所有股份,无论是公开发行的,还是私募发行的,抑或是性质上一直模糊不清的“上市公司非公开发行”抑或是“上市公司定向发行”的,都仅有锁定期限制,锁定期满后即可在公开二级市场自由出售和流通,这种全流通的制度安排,最大的弊端是导致股票供给严重超过需求,资金需求严重超过供给,这是导致股指长期徘徊不涨的主要原因之一。长此以往,股市就没有“赚钱效应”,即二级投资者总体上是亏损的,只有一级市场的投资者和发行人 IPO 前已入股的大股东、董监高等原始股持有人才赚钱。二级市场没有了“赚钱效应”,就不会有源源不断、越来越多的新增资金进入资本市场。随着一级市场的投资者和发行人 IPO 前已入股的大股东、董监高等原始股持有人的持续套现,资金离场,股市“失血”,资本市场最核心的资本分配功能被扭曲,⑤甚至会引发股市危机。股市危机会波及实体经济,从而引发经济危机。

在此情况下,我们应将视界放得更开阔一些,应当认识到美国的有限有序流通模式同样是一种可选的股票流通体系。在我国,随着多层次资本市场的发展,我国也需要建立多层次的股票有序流通体系。

四、受限制证券与证券有序流通制度的引入

既然全流通的资本市场多于有序流通的资本市场,为何我国要舍全流通而改采有序流通制度体系呢? 这是因为,大国(地区)资本市场与小国(地区)资本市场不可同日而语。对于小国(地区)资本市场而言,由于上市公司数量和发行股票数量总体较少,股票与资金的供需关系即便失衡,也不会太严重。但对于大国资本市场而言,股票与资金的供需关系长期失衡所造成的影响却是巨大的。此外,如果资本市场开放程度较高,是名副其实的国际金融中心,如中国香港、新加坡等资本市场,由于上市企业中有相当比例甚至大多数都是境外企业,而资金也是相当比例甚至大多数是境外资金,其可以通过源源不断地吸引国际资金来弥补供需失衡,也未必非得转为有序流通制度体系不可。但我国目前已经是全球资本市场第二大国,仅沪深两市 A 股股票总市值就高达 70 万亿元人民币,折合 10 万亿美元。虽然比美国的股票总市值 70 多万亿美元还差很多,但也是全球“10 万亿美元股票市值俱乐部”中的一员。我国内地资本市场 A 股股票总市值是英国(约 2.4 万亿美元市值)、香港地区(约 4 万亿美元市值)和印度(约 4

---

① 陈梦根:《冷静看待“股权分置”改革试点》,《经济研究参考》2005 年第 71 期,第 10 页。

② 参见桂浩明:《三十年:资本市场“三大步”》,《金融博览(财富)》2021 年第 5 期,第 54 页。

③ 覃爱玲:《转折——中国股市未来报告(下篇)》,《多媒体世界》2002 年第 3 期,第 66 页。

④ 王启亮:《股权分置改革与中国资本市场发展》,《安徽农业大学学报(社会科学版)》2006 年第 2 期,第 27 页。

⑤ 证券市场具有资本分配 (capital allocation)功能,即将宝贵的资本资源分配到于最能被有效利用的公司,如此以来,资本的效用就能得到最大的体现,整个国民经济将因此受益。参见樊健:《禁止操纵证券市场的理论基础:法律与金融的分析》,《财经法学》2022 年第 3 期,第 116—117 页。

万亿美元市值)股票总市值的总和,是新加坡证券交易所股票总市值(约 0.6 万亿美元)的 17 倍。① 因此,小市值的资本市场的经验对我国的借鉴意义有限,大市值的资本市场,更应成为我国经验借鉴的对象。因此,笔者主张我国改采股票有序流通模式。

基于此,除了继续坚持既有的股票锁定期制度之外,我国还应引入“受限制证券”的概念和制度体系,将非公开发行的证券都作为“受限制证券”对待。② “受限制证券”的出售,只有三条路径:一是通过注册程序而在公开市场自由交易。二是符合注册豁免条件的,可以在公开市场转让,但关联人持有的“受限制证券”,每三个月的总转让数量不得超过同类已发行数量的 1%;非关联人持有的“受限制证券”,符合豁免注册条件的,转让数量不受限制。三是在私募股权转让市场,在合格投资者之间转让。

“受限制证券”制度其实在 2015 年《证券法》(修订草案)(即一读稿)已有规定。该草案第 51—57 条规定了“受限制证券”及其转售制度,且更为严苛:关联人三个月内依照通过豁免注册而卖出的股票,不得超过上市公司已发行同类股票总数的 1‰,非关联人则放宽到不超过 1%,老股申请注册的不超过公司总股本的 10%。并对关联人有详细的定义,即包括:上市公司的董事、监事、高级管理人员;持有上市公司 5%以上股份的股东、控股股东、实际控制人;在转让行为发生前 6 个月内曾具有前两项规定的身份的人;法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构规定的其他关联人。

众所周知,2015 年《证券法》(修订草案)是全面引入注册制的,因此规定了“受限制证券”及其转售制度。但遗憾的是,随着注册制改革的一波三折,2017 年和 2019 年 7 月的《证券法》(修订草案)(即二读稿和三读稿)都大幅度删除了注册制的内容,其中三读稿是一个核准制与注册制的“双轨制”,“受限制证券”及其转售制度更是不见踪影。在众说纷纭、修改徘徊的关键节点,中国法学会证券法学研究会力排众议,力促全面推行证券发行注册制。③ 最终,2019 年 12 月修订通过的《证券法》规定了全面实行证券发行注册制。但由于反转太快,时间仓促,“受限制证券”及其转售制度未在《证券法》层面得以确立。后续的证监会规章和证券交易所规则因缺乏上位法依据而未能对此加以规定。

由于缺乏“受限制证券”及其转售制度的制约,以至于 A 股存在的一个突出的现象是,关联人一旦股票锁定期满,便开始套现。套现所得,很多都未回流到资本市场,而是流入了房地产市场甚至国外。“股市失血”严重。没有新资金的大量入市,只有新证券的批量入市,股市供需失衡严重,股指就会长期下行,难以可持续发展。因此,我们应勇于打破“全流通迷思”,引入“受限制证券”及其转售制度,通过多层次的有序流通制度体系,既限制关联人在公开二级市场疯狂套现以恢复股市供需平衡,同时又不至于扼杀私募股权投资。

结　语

在 2023 年 7 月 24 日政治局会议提出“要活跃资本市场,提振投资者信心”、2023 年 10 月 30 日至 31 日中央金融工作会议重申“活跃资本市场”的背景下,鉴于全流通制度的弊端,本文主张引入“受限制证券”的概念,建立证券有序流通制度。这是堵疏结合的制度措施。限制流通意在于堵,三条有序出售路径意在于疏。堵疏结合,渐次流通,避免解禁洪峰。但仅有这一制度显然是不够的,还需要引入更多长短期资金,来恢复股市供需失衡。甚至我国的货币政策,也要更多地兼顾日益壮大的资本市场。

---

① 以上数据均为截止 2023 年 12 月的数据。

② 我国已经存在“限制性股票”的概念。如中国证监会发布的《上市公司股权激励管理办法》股权激励中的“限制性股票”与本文所说的“受限制证券”是两个不同的概念。笔者主张,我国引入“受限制证券”的概念后,股权激励中的“限制性股票”应进行避让,改为其他名称。

③ 参见中国法学会证券法学研究会秘书处:《发挥智库作用　积极担当作为——中国法学会证券法学研究会推动和参与〈证券法〉修订综述》,《证券法律评论》2020 年卷,第 2 页。

此外,还需要说明的是,这并不会回到股权分置改革之前的状态中去,因为“受限制证券”与“非流通证券”显然是迥然不同的两个概念,前者是流通受限、有序流通,后者则是不能流通,因此,更不会出现股权分置改革之前出现的诸如“大股东不关心股价”“股价易被操纵”“定价机制扭曲”等问题。“受限制证券”概念的引入,与股票有序流通机制的建立,不是对股权分置改革的否定,而是对股权分置改革成果的巩固、进一步深化和发展。至于如何实施,如何“新老划断”,如何将已非公开发行但尚未在公开二级市场减持的非限售流通股份转化为受限制股份,笔者相信群策群力,通过市场的智慧,一定能找出各方都接受的方案。

Dispelling the Full Circulation Myth and Introducing the Orderly Circulation System of Stocks

Xing Huiqiang

(*School of Law*, *Central University of Finance and Economics*, *Beijing* 100081, *China*)

Abstract: Some people believe that all issued shares can be freely sold through the open secondary market after the expiration of the restriction period, and this full circulation system is the only way for the development of the capital market. In fact, this understanding is incomplete and even mistaken, and it needs to be dispelled and corrected. There is no international practice as to whether the issued shares can be freely circulated in the public secondary market. Although the capital markets of most countries and regions allow stocks to be sold freely in the public secondary market after the expiration of the restriction period, this is not the case in such countries as the United States which has the most developed capital market, and Canada which is influenced by the United States. After the completion of the reform of equity split in China, the full circulation model was implemented. Although this helps to solve the problem of inconsistency of interests between majority shareholders and minority shareholders, its drawbacks are that as majority shareholders reduce a great deal of their holdings and make too much cashing out, the stock market suffers from severe “loss of blood”, the secondary market becomes sluggish, and general investors suffer from heavy losses. The growth rate of new stocks in the stock market is higher than that of new funds, and even a stock market crisis may occur. In the long run, it will also damage the financing function of the stock market. Therefore, China's stock circulation mechanism needs to be reformed into an orderly circulation model. China should distinguish securities into restricted ones and unrestricted ones. Unrestricted securities can be freely traded in the public market. But there are only three paths for the sale of restricted securities: Firstly, they can be freely traded in the public market through registration procedures; Secondly, those restricted securities that meet the registration exemption conditions can be transferred in the open market; And thirdly, restricted securities can be transferred between qualified investors in the private equity transfer market.

Key words: restricted securities; full circulation; resale of securities; reduction of one's holdings; reform of equity split

(责任编辑　郭昌盛)